



# Affari differenziali e operazioni su strumenti finanziari derivati: contratti o comuni scommesse?

**Guido Belli**

*Dottorando di ricerca in Diritto civile*

## SINTESI

### a) L'art. 23, 5° co., t.u.f. e l'art. 1933 c.c.: tra regola ed eccezione

La previsione dell'art. 23, 5° co., t.u.f., di cui al d.lgs. 24.2.1998, n. 58, se da una parte si è dimostrata decisiva per l'affermazione della validità ed efficacia degli affari differenziali di borsa, dall'altra ha determinato dubbi circa la sua esatta portata applicativa: se, più precisamente, essa costituisca un'eccezione alla regola normalmente operante dell'art. 1933 c.c., o piuttosto rappresenti la specificazione di una norma di carattere generale.

Nonostante le diverse elaborazioni proposte dagli interpreti, sta di fatto che la barriera tra gli ambiti di applicazione delle due disposizioni continua ad apparire difficilmente valicabile, stante l'impossibilità di dare al problema in questione una risposta generale ed astratta,

dovendosi al contrario svolgere ogni disquisizione sulla falsariga di un confronto tra le singole fattispecie e i relativi trattamenti.

### b) Contratti o scommesse?

La dottrina più moderna ed accreditata, in linea con la previsione dell'art. 23, 5° co., t.u.f., sembra orientata nel senso di ammettere azione a tutela delle pretese fondate sui contratti differenziali semplici soltanto quando almeno una delle parti sia un intermediario finanziario abilitato mentre, al di fuori di tale ambito, agli affari in esame, in quanto aleatori e assimilabili al gioco o alla scommessa, sarebbe applicabile l'art. 1933 c.c. salvo che all'attribuzione dei vantaggi e degli svantaggi non sia sottesa una giustificazione causale meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322, 2° co., c.c.

## » SOMMARIO

1. La riforma del settore dell'intermediazione finanziaria e lo sviluppo dei prodotti derivati – 2. *Segue*: la natura giuridica delle operazioni su derivati – 3. Le negoziazioni differenziali c.d. semplici: un problema attinente alla tematica dello scambio – 4. L'art. 23, 5° co., t.u.f.: regola o eccezione?

### 1. La riforma del settore dell'intermediazione finanziaria e lo sviluppo dei prodotti derivati

Alla capillare e crescente diffusione presso il pubblico degli investitori di prodotti finanziari sempre più sofisticati, tra cui i derivati, hanno fatto seguito diverse elaborazioni normative orientate in parte a promuovere assetti più competitivi del settore nazionale dell'intermediazione mobiliare, attraverso un'attività di vigilanza e di controlli meno pervasiva rispetto al passato, in grado di stimolare la ricerca di una maggiore efficienza e consentire una progressiva integrazione a livello comunitario, e in altra parte all'obiettivo della trasparenza e della tutela degli utenti (in special modo dei risparmiatori) fruitori dei servizi, vuoi realizzando la miglior combinazione di rischio e rendimento, vuoi tipizzando modelli di comportamento improntati a diligenza e correttezza.

Il nostro ordinamento, al riguardo, si presenta sostanzialmente più consapevole di un tempo delle dinamiche e delle rilevanti potenzialità di sviluppo dell'innovazione finanziaria e pure della contiguità e sostituibilità di alcuni strumenti, non più offerti (tipicamente) da intermediari, ma standardizzati e negoziati sui mercati. In altra prospettiva, tuttavia, gli impianti regolamentari

delineati non sempre hanno trovato un speculare successo nella prassi attuativa, dimostrandosi per lo più inadeguati, specialmente quanto ai profili della chiarezza e della rapidità, rispetto a quelli osservati in altri Paesi. Il risultato è un'industria frazionata, evidentemente poco agile e con scarsa attrazione alla localizzazione da parte di operatori stranieri.

I diversi provvedimenti legislativi che si sono susseguiti, non soltanto in Italia, nel corso dell'ultimo secolo presentano sullo sfondo la necessità di reagire al noto e diffusissimo problema della instabilità economica, che aveva determinato un abnorme aumento dei rischi finanziari (basti richiamare alla memoria il crollo, nell'agosto del 1971, degli accordi di Bretton Woods), a causa soprattutto di fattori congiunturali quali i forti fenomeni inflattivi, le tendenze recessive, l'aumento del prezzo del petrolio e l'elevato rischio di insolvenza dei Paesi del terzo mondo, alla quale si tentò di rimediare mediante una progressiva internazionalizzazione e liberalizzazione sistemica, e con la predisposizione di adeguati strumenti di cautela contro le fluttuazioni dei tassi degli interessi e delle valute, individuati nella tecnica dei mercati a termine.

Tra gli interventi più recenti, che hanno fatto seguito alla 1.

23.3.1983, n. 77 (sui fondi comuni) e alla l. 2.1.1991, n. 1 (sui mercati mobiliari), va segnalato, per importanza ed organicità, il d.lgs. 24.2.1998, n. 58 (t.u.f.), salutato come fondamentale e originario nucleo della regolazione dell'attività di intermediazione finanziaria<sup>(1)</sup>. Il testo unico, oltre a ricomprendere tra gli strumenti finanziari e tra quelli derivati i futures, gli swaps, le options, i contratti differenziali e qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse, rendimenti, indici, misure o merci, si propone un generale riordino della materia, predisponendo una griglia protettiva dal forte impatto normativo, che si sviluppa lungo (soprattutto) tre direttrici: a) preservare la stabilità sistemica, per mezzo di verifiche di solidità e correttezza affidate agli organi di vigilanza, che consentano di salvaguardare l'equilibrio patrimoniale di lungo periodo di ogni intermediario (banche, Sim, compagnie di assicurazioni, organismi di investimento collettivo, fondi pensione); b) ridurre la segmentazione nell'offerta dei prodotti e servizi mobiliari attraverso una maggiore omogeneizzazione della disciplina dei controlli; c) tutelare l'investitore mediante una vigilanza prudenziale diretta ad assicurare che il livello dei rischi assunti sia costantemente coerente con le caratteristiche prefigurate ed accettate in sede di sottoscrizione e a rafforzare le regole sui conflitti d'interesse. Sennonché proprio il decreto in esame, pur apprezzabile nel tentativo di fornire una soluzione definitiva ad un problema tanto grave e generalizzato, quale quello del concreto funzionamento del mercato dei derivati, non ha sortito (tutti) i risultati sperati, non solo a causa della onerosità della disciplina, ma anche per la difficoltà di delineare il perimetro applicativo di alcune norme in esso contenute, in particolare dell'art. 23, 5° co., che preclude la possibilità di sollevare l'*exceptio ludi* dell'art. 1933 c.c. alle operazioni su strumenti finanziari derivati, sempreché compiute nell'ambito della prestazione di servizi e di attività di investimento.

## 2. Segue: la natura giuridica delle operazioni su derivati

Giova incidentalmente ricordare che diverse sono le concezioni enunciate dalla dottrina in relazione alla natura giuridica di tali negoziazioni. Secondo alcuni, infatti, le operazioni su derivati avrebbero la struttura del contratto differenziale, che si esegue con la liquidazione della differenza e non trasferisce ricchezza<sup>(2)</sup>, ma alloca il rischio inerente alle sue oscillazioni di valore<sup>(3)</sup>. Per altri, invece, i contratti derivati non sarebbero riconducibili ad una fattispecie unitaria, posto che la prassi è nel senso di ricomprendere in essi realtà sensibilmente diverse<sup>(4)</sup>: alcune tipiche, comunemente regolate dagli usi di borsa (come le opzioni su titoli, divise swaps, financial futures ed indici, che rientrano nell'art. 1331 c.c.), altre atipiche (ad es. l'interest rate swap e l'interest rate option, la cui causa si basa, rispettivamente, sullo scambio di flussi pecuniari e sulla promessa di pagamento condizionato), altri ancora sono contratti differenziali che comportano, per ciascuna delle parti, indeterminate possibilità di guadagno o di perdita, essendo incerto, al momento della stipulazione, sia

l'an che il *quantum* delle relative prestazioni (ad es. rientrano in questa fattispecie il domestic currency swap e il forward rate agreement: il primo mira alla copertura del rischio di cambio, mentre il secondo ad evitare il rischio di credito pieno).

Orbene, se è vero che la figura differenziale è capace di soddisfare le più diverse finalità avvertite come attuali dagli operatori-investitori, quali quelle di copertura, di arbitraggio e speculative, e se è altrettanto vero che la progressiva internazionalizzazione e modernizzazione del mercato ha mutato il ruolo degli strumenti derivati da semplici prodotti destinati a realizzare quegli scopi a veri e propri elementi della complessa e variegata attività di impresa, allora il contratto differenziale, come chiaramente messo in luce da autorevole dottrina, finirebbe col rappresentare soltanto una categoria – e non un tipo – entro la quale collocare tutti quei contratti venuti alla ribalta negli ultimi anni, caratterizzati da una precisa volontà delle parti, che spesso si inferisce dallo schema negoziale prescelto, di configurare lo scambio non già come il prodotto del contratto, ma come semplice punto di riferimento per il conseguimento del risultato<sup>(5)</sup>. A ben vedere lo scambio, in virtù della clausola che prevede l'esecuzione per differenze, assumerebbe un significato del tutto diverso rispetto a quello, normale, di tensione dei contraenti verso la sua effettiva realizzazione per rappresentare, piuttosto, il parametro in base al quale calcolare il risultato che il contratto è in grado di produrre. Ed invero le parti nella maggior parte dei casi si dimostrano interessate non allo scambio in sé e per sé<sup>(6)</sup>, ma allo scambio in funzione del conseguimento del risultato atteso in sede di libera e razionale negoziazione.

Non sembrerebbe, pertanto, condivisibile la tesi recentemente sostenuta da taluno<sup>(7)</sup>, secondo la quale l'affare differenziale, se inteso come una qualunque convenzione che prevede la liquidazione in base al sistema delle differenze, quale che ne sia la struttura e la funzione economica, smarrirebbe la propria autonomia e pure una qualsiasi valenza qualificante. Seguendo questa prospettiva il contratto in questione finirebbe, in particolare, per ricomprendere, in virtù di un criterio puramente economico, la generalità dei negozi nei quali la liquidazione avviene per differenze, scorlando a descrizione di un profilo il più delle volte irrilevante<sup>(8)</sup>.

In senso contrario si è replicato che una simile descrizione contrasterebbe sia con i più recenti interventi normativi in tema di mercati finanziari, sia col reale atteggiarsi degli scambi, posto che la previsione dell'art. 1, 2° co., t.u.f., che annovera futures, swaps, options e contratti a termine tra gli strumenti finanziari anche nelle ipotesi in cui l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento dei differenziali in contanti, combinata alla norma dell'art. 23, 5° co., t.u.f., che preclude per essi l'*exceptio ludi*, non può far dubitare circa l'esplicita consacrazione sul piano legislativo di tali affari i quali, peraltro, le novità legislative sembrano erigere a vera e propria categoria<sup>(9)</sup>, capace di realizzare una molteplicità di funzioni difficilmente riducibili ad unità.

Tra i diversi orientamenti proposti sembrerebbe preferibile ade-

<sup>(1)</sup> Un'ampia disamina della situazione italiana all'alba dell'entrata in vigore del testo unico n. 58/1998 si rinvia in AA.VV., *Quaderni di finanza Consob. Lavori preparatori per il testo unico della finanza*, Roma, 1998, n. 28, 9 ss.

<sup>(2)</sup> Ed invero le parti, alla scadenza del termine convenuto, anziché dare effettiva esecuzione al contratto in conformità della causa che gli è propria (consegna dei titoli e pagamento del prezzo), procedono alla liquidazione della differenza tra il prezzo pattuito e quello corrente nel giorno stabilito per l'adempimento.

<sup>(3)</sup> Cfr. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2009, 765; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, 141 ss.; BALESTRA, *Il contratto aleatorio e*

*l'alea normale*, Padova, 2000, 272 ss.; FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari*, a cura di Riolo, Roma, 1993, 17; FERRERO, *Contratti differenziali*, in *Contratto e impresa*, 1992, 475 ss.

<sup>(4)</sup> Così CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 3 ss.

<sup>(5)</sup> Si tratta delle osservazioni compiute da BALESTRA, *op. cit.*, 274.

<sup>(6)</sup> Cfr. BALESTRA, *op. cit.*, 275.

<sup>(7)</sup> Il riferimento è all'impostazione proposta da CAPALDO, *Profili civili del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 100.

<sup>(8)</sup> CAPALDO, *op. cit.*, 100.

<sup>(9)</sup> Così Cfr. BALESTRA, *op. cit.*, 269 e 275. Sulla impossibilità di configurare

rire alla più moderna ed accreditata ricostruzione, secondo la quale i contratti differenziali indicati espressamente dall'art. 1, 2° co., lett. i, t.u.f., rappresenterebbero soltanto una delle diverse figure rientranti all'interno della variegata categoria degli strumenti finanziari derivati che va ad aggiungersi a futures, swaps e options, sicché potrebbe apparire riduttivo, anche alla luce delle ultime modifiche apportate al testo unico della finanza, qualificarli come una categoria generale onnicomprensiva<sup>(10)</sup>.

Il problema, intanto, rimane aperto, posto che le disquisizioni intorno alla natura giuridica delle operazioni su differenziali possono condurre a risultati interessanti soltanto se vengano svolte sulla falsariga di un confronto tra le diverse fattispecie e i relativi trattamenti.

### 3. Le negoziazioni differenziali c.d. semplici: un problema attinente alla tematica dello scambio

Per molto tempo in dottrina si è dubitato della natura, oltre che della validità, dei contratti differenziali<sup>(11)</sup>, stante la difficoltà di ricondurre tali operazioni ad una figura unitaria, posto che l'esecuzione mediante la liquidazione delle differenze è prospettabile in molteplici ipotesi.

Al riguardo, secondo taluni autori l'affare differenziale, nel suo schema più elementare cui convenzionalmente si suole dare il nome di contratto differenziale semplice (da distinguere rispetto alle operazioni complesse proprie o improprie), assumerebbe le parvenze di una vendita ad esecuzione differita, caratterizzata dall'intenzione delle parti diretta non già a costituire l'obbligo reciproco della consegna dei titoli e del pagamento del prezzo alla scadenza, bensì di pagare a favore di una di esse e a carico dell'altra la differenza tra il corso dei titoli al momento della stipulazione e quello corrente allo spirare del termine convenuto<sup>(12)</sup>. Per altri la peculiarità della fattispecie in esame andrebbe individuata nella circostanza che i contraenti non adempiono il contratto in conformità della causa che gli è propria, ossia per la circolazione della ricchezza, ma per una diversa funzione che è, in sostanza, il trasferimento del rischio inerente ai mutamenti di valore della stessa e, in ultima analisi, una scommessa sull'andamento dei prezzi<sup>(13)</sup>. Secondo alcuni, ancora, l'operazione assumerebbe la struttura esteriore di una normale compravendita, contenente un patto accessorio che ne disciplina le modalità esecutive<sup>(14)</sup>.

Oggetto dell'indagine è stata, in particolare, la possibilità di continuare a considerare queste negoziazioni normali compravendite, o se piuttosto, per le particolari modalità esecutive capaci, in definitiva, di realizzare un risultato economico sostanzialmente uguale alla scommessa, dovessero essere accostate a quest'ultima figura. Il problema ruota intorno alla tematica dello scambio

che, in presenza della clausola sul pagamento mediante il sistema delle differenze, finisce col rimanere sul piano delle previsioni contrattuali: l'esecuzione, infatti, lungi dall'attuare una effettiva consegna dei titoli, si risolve nel pagamento di una somma di denaro da parte del venditore o del compratore a seconda dei casi, per effetto dell'andamento sul mercato dei titoli dedotti in contratto<sup>(15)</sup>. In dottrina, inoltre, taluno ha ritenuto che la liquidazione per differenze altro non rappresenterebbe che l'adempimento contabile delle obbligazioni nascenti dalla compravendita<sup>(16)</sup>; mentre secondo una diversa prospettiva la volontà di dare esecuzione al contratto mediante tale sistema sfuggirebbe ad ogni valutazione giuridica, posto che si tratterebbe di un moven- te psicologico ben distinto dalla causa giuridica del negozio e privo di importanza se non in quanto assunto come elemento contrattuale<sup>(17)</sup>.

Nel disquisire della validità dei contratti differenziali, anche alla luce delle novità normative nel frattempo intervenute, gli interpreti – salvo qualche rara eccezione – non si discostavano dall'alternativa compravendita-scommessa e, a seconda dell'elemento ritenuto prevalente, si inducevano a ricondurli nell'uno o nell'altro schema. Sennonché la svalutazione monetaria verificatasi durante la prima guerra mondiale persuase il legislatore e parte della dottrina ad un atteggiamento di prudenza e diffidenza nei confronti del mercato borsistico, tanto che in breve tempo si giunse a ricondurre le operazioni in esame al fenomeno ludico, dopo aver tracciato una netta distinzione tra contratto differenziale e compravendita<sup>(18)</sup>. A ben vedere, la volontà delle parti, per come strutturata nel contratto in questione, configura una funzione economico-sociale sensibilmente diversa da quella insita nello scambio di cui alla vendita posto che, come è stato riconosciuto in un significativo lodo arbitrale deciso del 1996<sup>(19)</sup>, il pagamento della differenza tra il costo dei titoli alla stipulazione e alla scadenza ne costituisce l'oggetto immediato ed unico<sup>(20)</sup>. Le parti infatti escludono, *ab origine*, la consegna dei titoli, e la clausola che prevede una simile modalità di liquidazione non può fare altro che determinare il venir meno della stessa essenza dello scambio in cui si compendia la compravendita.

La più moderna ed accreditata dottrina ha ritenuto, dunque, di ricondurre gli affari differenziali semplici nel più ampio ed indefinito *genus* dei contratti aleatori, sulla constatazione che i contraenti rimettono il giudizio di valore ad un evento futuro ed incerto, non determinabile *a priori*. Seguendo questa impostazione la quotazione dei titoli, delle merci ovvero l'andamento dei cambi nel giorno fissato per l'esecuzione del pagamento delle differenze varrebbe non solo a determinare il *quantum* della prestazione, ma anche il soggetto che sarà tenuto ad eseguirla, manifestando con evidenza l'incompatibilità del contratto in esame

la categoria del contratto differenziale per l'assenza di un elemento funzionale e di una unitaria regolamentazione che dovrebbe informare i contratti compresi nella stessa, si veda CAPALDO, *op. cit.*, 103, secondo il quale non è sufficiente la liquidazione delle differenze per individuare unità di disciplina, se al dato strutturale non si accompagna quello funzionale.

<sup>(10)</sup> A. RICCIO, *Eccessiva onerosità*, in *Comm. Scialoja e Branca*, IV, *Delle obbligazioni*, artt. 1467-1469, Bologna-Roma, 2010, 589; CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 80 ss.

<sup>(11)</sup> Da alcuni ne è stata negata addirittura l'esistenza, cfr. SALANDRA, *Il commercio fittizio dei cambi*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, I, 102.

<sup>(12)</sup> Cfr. CARNELUTTI, *Nullità della vendita di cambi allo scoperto*, in *Riv. dir. comm.*, 1923, II, 493.

<sup>(13)</sup> Così GALGANO, *op. cit.*, 771.

<sup>(14)</sup> BALESTRA, *op. cit.*, 197.

<sup>(15)</sup> BALESTRA, *op. cit.*, 198. Per GALGANO, *op. cit.* alla penultima nota, 771, il contratto differenziale non è assimilabile alla scommessa e non provoca, quindi, l'applicazione dell'art. 1933 c.c., perché la comune intenzione delle parti circa la particolare modalità esecutiva, non si trasforma in una clau-

sola contrattuale, restando le stesse libere di chiedere alla scadenza, rispettivamente, la consegna dei titoli e il pagamento del prezzo.

<sup>(16)</sup> VASSALLI, *La pretesa nullità dei contratti differenziali e i contratti differenziali su divise*, in *Scritti giuridici*, Milano, 1993, 147.

<sup>(17)</sup> È la conclusione cui giunge VALENZIANO, *I contratti differenziali di borsa su divise estere*, in *Dir. e prat. comm.*, 1929, II, 147.

<sup>(18)</sup> RUOPPOLO, *Le borse e i contratti di borsa*, in *Giur. sist. Bigiavi*, Torino, 1970, 209; BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il rapporto*, Milano, 1969. Sulla disciplina limitatrice del mercato dei cambi, si veda ROTONDI, *Contratti a termine e contratti differenziali sui cambi*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 187.

<sup>(19)</sup> Cfr. Lodo Arbitrale, 19.7.1996, Pres. Casella, arb. Costi, in *Riv. dir. privato*, 1997, 559, con nota di Capaldo.

<sup>(20)</sup> Per CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano, Torino, 1995, 2423, la liquidazione per differenze non annullerebbe sul piano giuridico le obbligazioni principali assunte con il contratto.

con la vendita<sup>(21)</sup>, anche se – come osservato da alcuno<sup>(22)</sup> – nella realtà degli affari di borsa non sempre è agevole cogliere la distinzione tra le due fattispecie.

#### 4. L'art. 23, 5° co., t.u.f.: regola o eccezione?

Nel primo paragrafo si è accennato al problema concernente l'esatta individuazione dell'ambito di applicazione dell'art. 23, 5° co., t.u.f., che preclude la possibilità di sollevare l'*exceptio ludi* dell'art. 1933 c.c. alle operazioni su strumenti finanziari derivati compiute nell'ambito della prestazione di servizi e di attività di investimento.

Se, da un lato, la norma si è dimostrata decisiva per l'affermazione della validità ed efficacia degli affari differenziali di borsa in qualunque forma concretati, dall'altro ha determinato l'instaurazione di un dibattito volto alla concreta qualificazione della sua portata. In altri termini, il dilemma è stabilire se la disposizione in questione costituisca un'eccezione alla regola generale dell'art. 1933 c.c., ovvero debba essere intesa come la specificazione di un principio generale in relazione ad un contenuto ristretto, espressamente introdotta al solo fine di dissipare ogni possibile dubbio. Secondo alcuni l'intervento della norma speciale, in relazione ai contratti differenziali semplici, sarebbe evidentemente diretto ad attribuire a tali accordi su derivati piena rilevanza giuridica, togliendoli dalla marginalità in cui li rilegherebbe il trattamento alla stregua di scommesse e costituirebbe, pertanto, una deroga al principio normalmente operante<sup>(23)</sup>; mentre per altri autori rappresenterebbe l'esplicitazione di una norma di carattere generale<sup>(24)</sup>.

Al riguardo si è concluso nel senso di ammettere azione a tutela delle pretese fondate sui contratti in esame soltanto quando almeno una delle parti sia un intermediario finanziario debitamente abilitato. Al contrario, al di fuori di tale ambito, agli affari differenziali semplici, in quanto aleatori e assimilabili al giuoco o alla scommessa, sarebbe applicabile l'art. 1933 c.c. salvo che, si intende, all'attribuzione dei vantaggi e degli svantaggi non sia sottesa una giustificazione causale socialmente apprezzabile ai sensi dell'art. 1322, 2° co., c.c., che si distingua da quella, meramente speculativa ed affidata alla sorte, che è propria della scommessa<sup>(25)</sup>.

Al di là delle apparenze, sta di fatto che la barriera tra gli ambiti di applicazione delle due norme è ancora difficilmente valicabile, stante l'impossibilità di dare al problema in questione una risposta generale ed astratta<sup>(26)</sup>, come invece hanno preteso alcuni interpreti<sup>(27)</sup>, dovendosi al contrario svolgere ogni disquisizione sulla falsariga di un confronto tra le diverse fattispecie e i relativi trattamenti.

A ben vedere, come ha rilevato acuta dottrina, l'art. 23 t.u.f. non risolve affatto il problema generale dei rapporti fra strumenti derivati ed eccezione di gioco, lasciando aperta, ad esempio, la questione dell'opponibilità dell'*exceptio ludi* in relazione ai contratti derivati non conclusi nell'ambito della prestazione di servizi di investimento e, tra questi, in particolare quelli per i quali entrambe le parti hanno intento speculativo<sup>(28)</sup>, o quelli, anche conclusi al di fuori dei mercati regolamentati, nei quali non vi sia l'intervento di un operatore professionale<sup>(29)</sup>. ■

<sup>(21)</sup> A. RICCIO, *op. cit.*, 593; BALESTRA, *op. cit.*, 204.

<sup>(22)</sup> Cfr. CARNELUTTI, *op. cit.*, 493. Ma, come replicato da BALESTRA, *op. cit.*, 204, si tratta di una difficoltà essenzialmente legata alla prova del contenuto dell'accordo, che non può incidere sulla qualificazione nel senso di determinare una sostanziale assimilazione tra vendita a termine e contratto differenziale.

<sup>(23)</sup> Così GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contratto e impresa*, 2009, 6, 1132.

<sup>(24)</sup> Cfr. GALGANO, *op. cit.*, 772; BALESTRA, *op. cit.*, 271; GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, II, 1294; BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti finanziari derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 593, secondo cui la non applicabilità dell'art. 1933 c.c. vale per tutti i contratti derivati, siano essi ammessi o no alla negoziazione su mercati regolamentati.

<sup>(25)</sup> Cfr. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 200 e 589, secondo cui ai negozi in esame non si applica l'art. 1933 c.c. vuoi perché ciò è espressamente previsto per quei contratti derivati che rientrano nella definizione di strumenti finanziari derivati (art. 23, 5° co., t.u.f.), vuoi perché alcuni contratti derivati sono commutativi o, infine, perché anche i contratti derivati da

considerarsi aleatori hanno una causa meritevole di piena tutela da parte dell'ordinamento giuridico; PREITE, *Contratti differenziali e art. 1933 cod. civ.*, in *Riv. borsa*, 1990, 2, 35; INZITARI, *Swap*, in *Contratto e impresa*, 1988, 617.

<sup>(26)</sup> È la conclusione cui perviene, tra gli altri, A. RICCIO, *op. cit.*, 691.

<sup>(27)</sup> In principio pure chi scrive si era fatto ammaliare da questa tentazione, riconoscendo all'art. 23, 5° co., t.u.f. la valenza di norma generale. Cfr. BELLI, *L'alea nei contratti differenziali*, in *Obbl. e contr.*, 2012, 1, 63.

<sup>(28)</sup> COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, 365.

<sup>(29)</sup> Cfr. GALASSO, *op. cit.*, 1278, secondo cui è stata in tal modo ampliata l'area della deroga all'applicazione della disciplina dell'art. 1933 c.c. che si estende a tutti i contratti derivati, senza alcuna distinzione tra mercati regolamentati e non, purché siano conclusi nell'ambito di un'attività di investimento. Per REALI, *Alea, commutatività e scommessa: il ruolo assunto dal «rischio» e le scommesse atipiche*, in *Contratto e impresa*, 2007, 974, l'esperibilità dell'azione di gioco è in ogni caso esclusa solo qualora una delle parti abbia rivestito la qualifica di intermediario finanziario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento al momento della stipulazione, in forza dell'art. 23, 5° co., t.u.f.